



L'AUTORITÉ DE RÉGULATION DES MARCHÉS FINANCIERS EN FRANCE : ENTRE ÉTAT ET MARCHÉ

SABRI BOUBAKER *
FLORENCE LABÉGORRE **

En France, l'encadrement du marché financier se fait principalement par voie de régulation. Le régulateur semble jouir d'une autorité de fait que consacre sa nouvelle appellation (Autorité des marchés financiers). La littérature reconnaît en particulier son effet vertueux sur la qualité de l'information diffusée par le dirigeant. Selon Guyon (1986), la COB (Commission des opérations de Bourse) serait parvenue à développer l'information financière qu'une conception trop extensive du secret des affaires limitait auparavant. De son côté, Michaïlesco (1999) constate que les rapports annuels des sociétés cotées sont de meilleure qualité que ceux des sociétés non cotées. Elle attribue cette qualité différenciée à l'action de la COB. Selon Dessertine (1997, p. 83), la commission serait « un acteur clé autant dans l'élaboration des règles de l'information financière que dans leur contrôle ».

Pourtant, le régulateur recourt principalement à des moyens simples, informels et non impératifs : l'avertissement, les menaces, les rappels à l'ordre, les communiqués... Il privilégie la persuasion et la dissuasion à la contrainte. Ainsi, entre 1999 et 2002, il a adopté 189 décisions non exécutoires contre 22 règlements, et a enregistré 2 693 demandes de conciliation et de médiation. En rapport, il a prononcé 18 sanctions et transmis au Parquet 54 dossiers. Nous nous sommes aussi demandés

* Chercheur associé à l'Institut de Recherche en Gestion, Université Paris XII Val de Marne

** Maître de conférences à l'IAE de Lille, Université des Sciences et Technologies de Lille, Lille Economie et Management (LEM) UMR CNRS - USTL 8179.

comment le régulateur parvient à imposer ses exigences informationnelles et à faire autorité.

Cette question est susceptible d'intéresser des chercheurs en finance car de l'autorité du régulateur dépend l'efficacité de son action et partant, l'efficacité du marché. Mais les paradigmes néoclassique et néo-institutionnaliste, sous-jacents au noyau dur des travaux en finance, n'apportent qu'une explication partielle à l'émergence d'un organe de régulation : les défaillances et imperfections du marché, la volonté de réduire les coûts de transaction (Williamson, 1975). Ils impliquent par ailleurs une analyse sous-socialisée, a-historique et décontextualisée (Mourgues, 2002, p. 182).

Les fondements de l'autorité du régulateur ont été recherchés dans un environnement plus large¹. Des documents écrits, internes (rapports annuels de la COB, bulletins mensuels) et externes (littérature académique, lois, doctrine...) ont constitué nos sources de données. Cette analyse exploratoire met en évidence que l'autorité du régulateur émane d'un difficile équilibre entre distance et proximité à l'égard de l'État et du secteur régulé.

Notre réflexion s'organise en trois temps. Une analyse temporelle fait apparaître le contexte d'émergence de l'autorité de régulation et ses fondements au départ historiques et institutionnels (section 1). Le régulateur a ensuite œuvré à se faire reconnaître par le secteur régulé, afin d'asseoir son autorité (section 2). La distanciation historique et institutionnelle du régulateur à l'égard de l'État, puis son rapprochement du marché soulève cependant des problèmes susceptibles de fragiliser sa légitimité (section 3).

LA LÉGITIMITÉ HISTORIQUE ET POLITIQUE DU RÉGULATEUR

L'autorité de régulation a été créée en 1967, dans un contexte où les besoins nouveaux de régulation boursière ne pouvaient être confiés qu'à une entité affranchie de l'État.

Une légitimité historique

Les circonstances historiques et politiques ont favorisé l'apparition d'une régulation en matière boursière.

L'entrée dans le Marché commun

Le 25 mars 1957, le Traité de Rome institue une zone où les marchandises, les hommes et les capitaux circuleront sans entrave. La perspective d'une Union économique et monétaire nécessite de développer l'épargne publique, jusqu'alors limitée en France. Les



pouvoirs publics doivent impulser mais aussi contrôler la libéralisation de la Bourse française.

Or l'adhésion de la France au Marché commun, en même temps qu'elle augure de la libre circulation des capitaux, rend caduque la logique historique de la réglementation étatique de la Bourse. Comment en effet « envisager une réglementation (au sens de hiérarchie et de souveraineté étatique), dans le contexte d'un marché global qui ignore les frontières et qui érode la notion même de souveraineté étatique ? » (Turrillo, 2002, p. 514).

Dans les années soixante, l'État prend conscience de la nécessité de préparer l'économie française aux lois du marché (Braudel et Labrousse, 1982, p. 1068-1069). Mais, en pleine crise de légitimité, il ne peut intervenir sous une forme traditionnelle.

La crise de l'État-Providence

Dans les années soixante-dix, l'opinion publique, influencée par l'idéologie libérale dominante, conteste la légitimité de type rationnel-légal de l'État. À cette époque, l'État est un « souverain démiurge » omniprésent (Cuberta-fond, 1999, p. 22). Il intervient dans des secteurs de plus en plus nombreux, *via* une administration centralisée, bureaucratique et hiérarchisée. Les néo-libéraux appuient cette contestation. Ils dénoncent l'inefficacité de l'administration française, ainsi que sa politisation abusive (Crozier, 1971). Ils appellent donc de leurs vœux la création de pouvoirs régulateurs, substitués à l'État souverain et chargés d'appliquer « les règles de juste conduite » (Hayek, 1979).

Dans les années 60 et 70, des pressions externes et internes obligent ainsi l'appareil administratif français à s'ouvrir. Simultanément, elles permettent à l'autorité de régulation de prendre corps. En effet, la fonction de régulation ne peut s'exercer dans un espace administratif fermé, encadré de manière rigide par l'État. Dans une étude comparative, Moderne (1988, p. 190) note qu'elle ne s'observe que dans les régimes libéraux.

L'inadaptation des autres pouvoirs aux besoins de régulation boursière

À défaut du pouvoir exécutif, la régulation du marché boursier aurait pu être confiée aux autres instances du pouvoir, en la personne du législateur, du juge ou des organisations professionnelles.

Toutefois, la politisation du parlement constitue un obstacle à une régulation efficace du marché financier. De plus, le contrôle du marché exige une souplesse et une adaptabilité dans le temps que contrarient la généralité et la normativité strictes de la loi. Il renvoie à une réalité trop diverse pour être traité de manière uniforme par la loi.



Le juge, quant à lui, ne peut édicter d'arrêts de règlement et n'intervient qu'*a posteriori*². Protéger la transparence et l'intégrité du marché suppose au contraire d'agir préventivement et rapidement ; moraliser les comportements professionnels requiert plus de convaincre que de contraindre. En outre, les procédures juridictionnelles, lentes, se prêtent mal à l'exigence de rapidité dans la vie des affaires. Leur formalisme dissuade souvent les actionnaires ou les investisseurs de faire reconnaître leurs droits. Enfin, l'approche positiviste restreint l'activité du juge à une application stricte de la loi (Timsit, 1993, p. 21). Elle explique les difficultés du juge à enserrer certaines infractions boursières dans le cadre du droit pénal (table ronde COB, 2001).

En dernier ressort, le contrôle du marché boursier aurait pu être laissé à une autorité composée uniquement de professionnels, à l'instar du panel créé à Londres en 1968. Mais la régulation à opérer dans le secteur financier ne se réduit pas à la police d'une seule profession. Elle concerne de nombreux intervenants. Son caractère d'intérêt général justifie que l'État en conserve la maîtrise.

Au total, puisque les pouvoirs traditionnels ne pouvaient assumer la fonction de régulation boursière, une autorité de régulation *ad hoc* s'imposait. Mais sans statut institutionnel, elle n'aurait pu protéger efficacement les investisseurs et les actionnaires.

Une légitimité institutionnelle

Une institution est « l'expression juridique d'un groupe social animé par une idée d'œuvre à réaliser, laquelle détermine à la fois la structure qui l'organise et le droit qui le régit » (Picard, 1984, p. 470). Il ressort de l'étude documentaire que le caractère institutionnel du régulateur procède de sa mission légale, d'une structure indépendante du pouvoir étatique et de prérogatives de puissance publique.

« Une idée d'œuvre à réaliser »

La mission du régulateur détermine sa raison d'être et son titre de légitimité : le régulateur doit veiller au bon fonctionnement des marchés financiers, à la protection de l'épargne investie et à l'information des investisseurs (art. L. 621-1 Code monétaire et financier). Son champ d'intervention n'a cessé de s'étendre. Initialement limité au milieu fermé des sociétés anonymes, il s'est progressivement élargi aux sociétés civiles de placement immobilier (L. 31 décembre 1970), aux fonds communs de placement (L. 13 juillet 1979, art. 23) et enfin aux titres émis par les associations faisant appel public à l'épargne (L. 11 juillet 1985).

Face à la condamnation politique et historique adressée à l'autoritarisme étatique, l'institution créée ne devait toutefois pas afficher de trop



fortes accointances avec le système politique. Elle a été dotée d'une structure indépendante.

Une structure indépendante

L'indépendance du régulateur est tout d'abord organique. Elle se manifeste par sa composition collégiale, ni technocratique ni corporatiste, fondée sur les vertus « d'humanité, de responsabilité et de sagesse » (Donnedieu de Vabres, 1980, p. 237). Le collège comprend ainsi trois hauts fonctionnaires et magistrats pour leur neutralité supposée, le gouverneur de la Banque de France, le président du Conseil national de la comptabilité, six représentants des milieux professionnels choisis pour leur compétence financière et leur expérience en matière d'appel public à l'épargne, trois personnalités qualifiées nommées par les présidents des assemblées, six représentants des professionnels et un salarié actionnaire désigné par le ministre des finances³. Des garanties statutaires renforcent l'indépendance organique du régulateur. Les règles d'incompatibilité et d'immunité, ainsi que le renouvellement par moitié du collège tous les trente mois, préservent les membres des pressions des pouvoirs publics et privés.

L'indépendance du régulateur est ensuite fonctionnelle. Le régulateur n'est ni un prolongement du pouvoir législatif ou judiciaire, ni subordonné au pouvoir exécutif. Il ne reçoit ni ordre ni instruction ; il ne sollicite pas d'autorisation et n'attend pas d'approbation. À son encontre ne s'exerce aucun pouvoir hiérarchique ou tutelle. Il est en marge de l'administration et du pouvoir exécutif. Son contrôle juridictionnel est tenu et plutôt de nature à renforcer son indépendance. Le juge reconnaît en effet au régulateur un large pouvoir d'appréciation au fond. Cette indépendance permet au régulateur d'influencer les autres pouvoirs. En témoigne comment le président de la COB est parvenu, en 1982, à faire passer dans le droit positif sa conception d'une juste indemnisation des actionnaires des sociétés nationalisées. Opposé au régime d'indemnisation voté en première lecture par l'Assemblée nationale, il est intervenu successivement auprès du gouvernement, du Conseil d'État, des Commissions parlementaires et enfin du Conseil constitutionnel⁴. Grâce à l'autorité tirée de la présidence d'une institution reconnue pour son autonomie et son utilité, il a pu faire prévaloir son point de vue dans les règles finalement adoptées (rapport COB, 1981, p. 246).

Enfin, son autonomie de gestion lui permet de remplir efficacement sa mission. Sur le plan administratif, le régulateur recrute son propre personnel librement. Sur le plan financier, il collecte lui-même ses ressources depuis la loi du 29 décembre 1984. Il équilibre son budget



sans aide de l'État depuis 1986, grâce aux redevances perçues sur les organismes contrôlés (ord. 1967 art. 1, al. 3 nouveau). La loi sur la sécurité financière a maintenu ce système.

Des prérogatives de puissance publique

Dans sa spécialité, le régulateur dispose de pouvoirs étendus, appropriés à une régulation *a posteriori* comme *a priori*.

Le régulateur défend les droits des investisseurs par ses pouvoirs de contrôle, d'expertise et de sanction. Il bénéficie d'un pouvoir d'investigation quasi juridictionnel (art. L 621-9 à 13 du Code monétaire et financier). Par exemple, il peut mener des enquêtes au siège des sociétés faisant publiquement appel à l'épargne. Son pouvoir d'expertise protège également les investisseurs, notamment contre les délits boursiers. En principe, seul l'avis du régulateur est requis avant le jugement d'un délit d'initié (ord. 1967, art. 12-1). Dans la pratique cependant, le régulateur diligente la plupart des poursuites. Des outils informatiques lui permettent de déceler les mouvements anormaux sur un titre avant la diffusion d'une information importante (Robert et Viandier, 1984 ; Tunc, 1982, p. 335). L'autorité de régulation peut également prononcer des injonctions, des sanctions administratives ou disciplinaires lorsqu'elle constate des infractions à ses règlements (art. L 621-14 à 17 du Code monétaire et financier).

Mais ses pouvoirs ne lui permettent pas seulement de corriger les abus. Par son pouvoir normatif, elle exerce une régulation *a priori*. Le régulateur édicte des règles générales qui encadrent le fonctionnement des marchés et les comportements des professionnels sous son contrôle (art. L. 621-6 Code monétaire et financier). Il prend également des décisions individuelles. Par exemple, il admet les valeurs mobilières à la cote et prononce leur radiation (art. L.621-8 Code monétaire et financier).

Ainsi, le régulateur semble tirer sa légitimité de sa distanciation de l'État, permise par le contexte de sa création et par son statut original. Mais cette légitimité historique et institutionnelle ne suffit pas, encore faut-il que le secteur régulé reconnaisse l'autorité du régulateur. Dans la section suivante, nous montrons comment l'autorité normative du régulateur procède du marché et apparaît finalement plus construite que donnée.

LA LÉGITIMATION DU RÉGULATEUR PAR LE MARCHÉ

Le droit réglementaire, composé essentiellement de règlements, d'instructions et de recommandations, a une portée juridique assez faible au sein de la hiérarchie des normes. Contrairement aux règles prises par les organes souverains, exécutifs et législatifs, il ne



s'impose pas de lui-même, *a priori*. Afin de pallier cette limite, le régulateur semble exercer son pouvoir normatif de manière consensuelle et empirique. Dans cette section, nous montrons comment le marché participe de l'élaboration et de l'effectivité des règles adoptées par le régulateur.

Des normes finalisées

Les règles adoptées par le régulateur apparaissent instrumentalisées. Elles concernent uniquement les sociétés cotées et semblent au service de l'efficacité et de l'attractivité du marché. Le régulateur paraît relayer les préoccupations de transparence, d'intégrité et de sécurité du marché⁵. Ainsi, quand l'insuffisance et la mauvaise qualité de l'information ont été rendues responsables de la crise de confiance des marchés, il a multiplié les appels à la transparence (communiqué de presse du 1^{er} février 1999, chapitre 2 du rapport annuel 2001 ou recommandation de mars 2002). Cette exigence de transparence, excédant largement le droit d'information des actionnaires, serait motivée par les besoins de contrôle et de discipline du marché (Bessire, 2003, p. 5).

Des normes au contenu et à la forme adaptés aux besoins du marché

Les normes prises par le régulateur semblent relayer les attentes informationnelles du marché, sur le fond comme sur la forme.

Le fond

En premier lieu, le régulateur tient compte des besoins et aspirations du marché dans son action normative.

Il n'échappe certes pas à son environnement réglementaire et institutionnel, l'ayant par exemple conduit à adapter le contenu du prospectus aux schémas des directives européennes. Mais le droit réglementaire semble surtout déterminé par des « forces créatrices » et relever d'une approche « génétique »⁶. Il évolue au rythme des changements du paysage boursier. Le régulateur a ainsi adapté la réglementation du prospectus aux spécificités du marché d'introduction. Estimant que l'historique comptable et financier des impétrants sur le Nouveau marché était insuffisant pour prendre une décision d'investissement éclairée, la Commission des opérations de Bourse a rendu obligatoire la publication, par ces sociétés, de leur plan de développement. Compte tenu ensuite de la tendance haussière et de l'optimisme excessif des intervenants sur le Nouveau marché, elle a multiplié les avertissements en première page des prospectus. Face au retournement du Nouveau marché, elle a estimé nécessaire d'améliorer la présentation et le contrôle des comptes (bulletin mensuel, novembre



2002, p. 71). Le mouvement de globalisation des marchés semble également influencer l'activité normative du régulateur. Il se traduit par l'évolution de l'harmonisation des règles encadrant l'activité boursière vers le modèle américain (Arnaud, 1998 ; Turrillo, 2002, p. 524). Par exemple, la COB a suivi la position de son homologue américain, la Securities Exchange Commission, en interdisant aux candidats à l'introduction de diffuser sélectivement des informations.

En second lieu, l'influence du marché se manifeste à sa participation à l'élaboration du droit réglementaire *via* ses représentants au collège ou des consultations de place.

Six représentants des milieux professionnels, choisis pour leur compétence financière et leur expérience en matière d'appel public à l'épargne, siègent au collège du régulateur et sont donc parties prenantes dans l'élaboration des règles. La « logique interactive, évolutive, professionnelle et pluraliste » à l'œuvre dans la normalisation peut contribuer à légitimer le droit réglementaire (Boy, 1998, p. 134-139, cité par Turrillo, 2002).

Par ailleurs, le régulateur sollicite fréquemment l'avis du marché sur des problèmes inédits et complexes, à la recherche de solutions idoines. Il a ainsi consulté la place à propos des opérations sur le capital pré-introduction. Les professionnels interrogés lui ont suggéré d'améliorer l'information sur la composition du capital. Fort de leur avis, le régulateur a révisé le chapitre 3-2 du prospectus relatif au capital social.

Cette recherche *a priori* du consensus devrait garantir l'effectivité du droit réglementaire, puisque réfléchi et élaboré en liaison avec les parties prenantes.

Outre le fond, le régulateur semble également ajuster la forme de ses normes aux exigences du marché.

La forme

Les mutations permanentes du marché nécessitent en effet une certaine flexibilité juridique. En réponse, le régulateur formule ses règles de manière souple et les révisé au rythme de l'évolution des marchés. La flexibilité des normes ne doit cependant pas compromettre la sécurité juridique, essentielle à la prospérité de la place. Le régulateur pourvoit au besoin de sécurité de deux façons.

D'une part, de grands principes immuables sous-tendent les normes précises et changeantes. Ainsi, s'il a adapté les règles régissant les informations à publier en vue d'une admission à la cote au marché d'introduction et à la réglementation européenne, il n'en a toujours pas moins conservé le principe d'exactitude, de précision et de sincérité des informations contenues dans le prospectus (article 2 du règlement n° 98-07). S'il a encore pu réduire les délais d'instruction et supprimer



le visa définitif, il continue d'encadrer les conditions de l'offre - prix, calendrier, nombre de titres - au nom des principes d'« efficacité, de sécurité et de rapidité » (bulletin mensuel, juillet 2002, p. 3).

D'autre part, la sécurité juridique semble de plus en plus reposer sur la « procéduralisation » du droit réglementaire. De plus en plus, le régulateur « se contente de régler l'organisation, les procédures et la redistribution des compétences, au lieu d'imposer directement des lignes de conduite » (Terré, 1999, p. 397). Cette « procéduralisation » du droit, déjà prédite par Weber, coïncide avec la crise de confiance des marchés. Elle serait un moyen de restaurer la confiance (Frison-Roche, 1999b, p. 482) : la confiance n'étant plus donnée *a priori*, elle serait reconquise par la transparence et la motivation des prises de décision. La réforme du visa, obligatoire avant tout appel public à l'épargne, est particulièrement illustrative de ce phénomène : les critères de délivrance du visa apparaissent de plus en plus procéduraux, le régulateur se contentant de vérifier que tous les professionnels concernés - le dirigeant de l'émetteur, les commissaires aux comptes et les prestataires de services financiers - ont correctement effectué leurs diligences.

Les effets des normes et sanctions prises par le régulateur

L'action normative et répressive du régulateur semble avoir une faible portée tant qu'elle n'est pas entérinée par le marché.

L'effectivité des recommandations prises par le régulateur semble ainsi dépendre du marché. Contrairement aux sociétés introduites sur le Nouveau marché, les candidats à l'introduction sur le Second marché avaient la faculté et non l'obligation de publier leurs perspectives de développement dans le prospectus d'introduction (instruction mars 2001, chapitre 5.5). Ils se sont révélés sans cesse plus nombreux à respecter la recommandation de la COB, malgré les externalités négatives induites par la publication d'informations sensibles (Labégorre, 2003). La réaction positive du marché à l'acte volontaire de publication pourrait expliquer cette propension croissante à la publication d'informations prévisionnelles (Labégorre et Boubaker, 2005).

À l'instar des normes, les sanctions prises par le régulateur semblent devoir être légitimées *ex post* par le marché pour être efficaces (Arnaud et Xue-Bacquet, 1999). Par exemple, la COB note elle-même que ses avertissements ont eu peu d'effet parce qu'ils n'ont pas entraîné la réaction attendue du marché (bulletin mensuel de la COB, décembre 2001, p. 84). Censés alerter les épargnants du risque afférent à certaines opérations, ces avertissements n'ont pas dissuadé les investisseurs de participer aux introductions concernées.

Par ailleurs, le régulateur ne chercherait pas sans cesse à persuader le marché du bien-fondé de ses normes si celles-ci s'imposaient



d'elles-mêmes. Pour devenir une source acceptée de contrainte, il doit s'inscrire dans cet « espace rhétorique » qu'est le marché où « s'échangent des messages dont la puissance se mesure à leur capacité à convaincre » (Frison-Roche, 1999b, p. 483). Le régulateur se livre donc à un véritable exercice de communication sur son activité : il organise des entretiens annuels, publie un rapport annuel et des bulletins mensuels. Il tente de convaincre les investisseurs d'accorder du crédit à ces normes. Il a par exemple essayé de légitimer sa pratique des avertissements en soulignant la moindre performance boursière, à moyen terme, des sociétés « averties » comparées aux sociétés « non averties ». Il essaie de plus en plus de s'imposer sur un mode rhétorique, voire « charismatique » (Frison-Roche, 1999b, p. 489).

La théorie sociologique de Luhmann peut aider à comprendre les relations entre le marché et le droit régulateur (Frison-Roche, 1999a). Le marché financier peut en effet être considéré comme un système « autopoïétique », c'est-à-dire autonome, fonctionnant selon une logique propre, s'appropriant tout ce qui dans son environnement présente de l'intérêt pour lui et lui permet d'atteindre son but, l'efficacité (Arnaud et Xue-Bacquet, 1999, p. 449-450). Dans ce cadre, il produirait et reproduirait sa propre régulation. Notre analyse semble aller dans ce sens : le marché paraît modeler le droit régulateur à sa convenance, il en influence le contenu et en déterminerait les effets.

Nous avons ainsi mis en évidence les fondements historiques, institutionnels et sociologiques de l'autorité du régulateur. Né dans un contexte de crise de l'État, le régulateur a progressivement acquis un statut institutionnel pérennisant une légitimité au départ simplement historique. Le régulateur semble également tirer son autorité de sa proximité avec le marché. Sur la voie de la légitimation, la distanciation du régulateur à l'égard du système politique et son intégration dans le secteur régulé ne vont pas sans poser des problèmes.

LES LIMITES À L'AUTORITÉ DU RÉGULATEUR

La légitimité de l'action du régulateur n'est pas acquise. Dans un premier temps, nous présentons les obstacles que le régulateur rencontre sur la voie de la légitimation. Dans un second temps, nous envisageons à quelles conditions l'autorité du régulateur en matière de gouvernement d'entreprise pourrait être confortée.

Une légitimité politique et juridique contestable

La fragilité de son assise constitutionnelle, son autonomie relative et la portée limitée de ses normes font actuellement pièce à l'affirmation de la légitimité du régulateur.



Une certaine fragilité constitutionnelle

Le cumul des pouvoirs et son caractère hybride font peser un doute sur la constitutionnalité et la légitimité du régulateur.

Le Conseil constitutionnel a expressément condamné les institutions qui portent « atteinte aux pouvoirs et attributions des institutions de la République » (décision des 29-30 décembre 1976, assemblée européenne⁷). Or l'autorité de régulation dit le droit, contrôle et sanctionne. Sa compétence réglementaire bat en brèche le monopole réglementaire du Premier ministre prévu à l'art. 20 alinéa premier de la Constitution. Ses pouvoirs de sanction mettent en cause le monopole du juge en matière répressive⁸. Son pouvoir normatif concurrence celui du législateur, garant des libertés publiques selon l'article 34 de la Constitution. Sa double compétence, normative et répressive, contrevient également au principe de séparation des pouvoirs. Le Conseil constitutionnel a affirmé en 1984, en matière de liberté de la presse, que « la répression ne saurait être confiée à une autorité administrative »⁹.

Le caractère hybride du régulateur, autorité administrative indépendante jusqu'en 2003 et autorité publique indépendante depuis, est également source de difficultés. La Constitution ne prévoit en effet pas expressément que des autorités administratives puissent échapper au contrôle gouvernemental. En principe, le gouvernement, sous le contrôle du parlement, « dispose de l'administration » (article 21). Le régulateur perturbe donc le schéma de l'appareil administratif largement dominé par le modèle wébérien. Il engendrerait même, selon Chevallier (1986), « un modèle nouveau de type polycentrique caractérisé par la coexistence de plusieurs centres de décision et de responsabilité ».

Une autonomie relative

L'indépendance du régulateur, indispensable à l'exercice efficace de sa mission, est fragile et discutée.

En premier lieu, il ne peut s'émanciper complètement de l'État. Sous son couvert, « l'État s'avancerait masqué pour mieux contrôler les choses » (Sabourin, 1983). Il ferait mine de s'effacer derrière des normes objectives et nécessaires prises par un organe indépendant. Ce relais faciliterait en réalité une intervention étatique plus poussée dans le domaine économique. Le régulateur permettrait à l'État de « se réappropriier le consensus » (Teitgen-Colly, 1986). De plus, les organes classiques de l'État et les membres du régulateur, souvent de même origine sociale et de même formation, sont idéologiquement proches. À cette connivence idéologique s'ajoute une dépendance



statutaire. L'institution comme la suppression du régulateur relèvent de la seule volonté législative. Dans le domaine de l'audiovisuel, les autorités régulatrices ont ainsi disparu puis été remplacées au gré des alternances politiques. Jusqu'à 2003, l'absence de personnalité morale limitait encore l'indépendance de la COB à l'égard de l'État¹⁰. Le gouvernement intervient également dans le fonctionnement interne du régulateur. D'une part, il nomme le président de l'AMF pour une durée de cinq ans non renouvelable. D'autre part, il désigne un commissaire au gouvernement qui siège à l'ensemble des commissions (sans voix délibérative). Le ministre de l'Économie homologue par ailleurs les règlements du régulateur et est donc indirectement associé à leur élaboration. Les règlements du régulateur sont ainsi à la fois des arrêtés ministériels et des décisions du régulateur (Decoopman, 1980, p. 5). Enfin, les pouvoirs en constante augmentation du régulateur le conduisent de plus en plus à fonctionner sur un mode wébérien, à se rapprocher du modèle rationnel-légal d'autorité duquel pourtant il devait se démarquer. La régulation semble davantage refléter une nouvelle forme d'action qu'un désengagement de l'État.

En second lieu, la doctrine, les juges administratif et constitutionnel encadrent l'action du régulateur. Le Conseil constitutionnel a précisé et canalisé les pouvoirs de toutes les autorités indépendantes dont la COB, à l'occasion de quatre décisions¹¹. Il exclut une indépendance absolue des instances régulatrices. Il condamne toute compétence de nature législative à ces instances, limite le contenu et la portée de leur pouvoir réglementaire et impose le contrôle juridictionnel de leurs actes. Il les rappelle à l'impartialité. Enfin, il exige que la répression administrative soit assortie des mêmes garanties que la répression pénale.

Un déficit de légitimité juridique

Les règles produites par le régulateur sont « flexibles », penchées sur leur objet - le marché - au service de son efficience. Or le droit ne peut faire autorité sans garder une certaine distance à son objet. Comme l'écrit Frison-Roche (1999b, p. 480), « les éléments de distance, géographiques, architecturaux, langagiers, symboliques, etc., produisent une grande valeur de régulation : l'autorité ». La trop grande proximité du régulateur au marché pourrait affecter son autorité juridique à trois titres.

D'une part, le caractère négocié du droit réglementaire ne vaut que tant que ses destinataires n'en remettent pas en cause le bien-fondé. Lorsqu'en période de crise, le compromis conventionnel est remis en cause, un droit plus dogmatique et souverain s'avère nécessaire, un droit « prenant en compte les forces en présence mais réussissant à les sublimer

dans le cadre d'un intérêt supérieur commun qui, porté par l'État, s'imposera à tous » (Cubertafond, 1999, p. 37). En ce sens, avec la loi sur la sécurité financière, la régulation tend à céder la place à une logique de réglementation.

D'autre part, le consensualisme du droit régulateur l'expose au phénomène de capture par le marché. Teubner (1996, p. 85) rappelle le cycle de vie des agences régulatrices. « Au premier stade de la juridicisation, elles se saisiraient activement et même agressivement de leurs missions régulatrices, avec un support public. Mais elles se transformeraient lors de la phase suivante en organisations fatiguées et inertes que les intérêts économiques régulés capturent sans peine ». « Capturé », le régulateur œuvrerait moins dans l'intérêt général et plus dans l'intérêt corporatiste des opérateurs les plus influents.

Enfin, la proximité avec le secteur régulé, le marché, peut conduire le régulateur à récuser la hiérarchie judiciaire. Le droit régulateur ne ferait ainsi que rarement l'objet de recours devant la Cour de cassation car « trop éloigné temporellement des parties » et inadapté à l'exigence de rapidité du marché (Frison-Roche, 1999b, p. 486). Tout se passe comme si le marché « donnait autorité de chose jugée » aux décisions prises en premier ressort qui deviennent « sociologiquement acquises » (Frison-Roche, 1999b, p. 486). Au nom des intérêts du marché, le régulateur peut encore être amené à contourner la jurisprudence. Ainsi, il avait autorisé les candidats à l'introduction étrangers à établir leur prospectus en anglais, accompagné d'un résumé en français, au nom du développement de la place française. Mais le 20 décembre 2000, le Conseil d'État sanctionna cette décision individuelle, sur le fondement de la loi du 4 août 1994 relative à l'emploi de la langue française. Constatant un recul de 60 % des admissions de titres de créance à la cote de Paris dans le cadre des opérations internationales (rapport annuel 2001, p. 52), la COB fit pression, avec succès, sur le législateur. L'article 27 de la loi du 11 décembre 2001 l'a habilitée à définir, dans un règlement, les cas dérogatoires à la jurisprudence du Conseil d'État.

Une ébauche de perspectives

Le régulateur agira d'autant plus efficacement que sa légitimité politique et juridique sera confortée.

La place du régulateur dans le paysage institutionnel

Le statut original du régulateur pose le problème de sa place dans le système politique et administratif. Où situer une telle autorité dans le paysage institutionnel français ? Sur ce point, le législateur est muet. Deux solutions se dégagent en théorie : soit rattacher le régulateur



aux autorités administrative, judiciaire ou parlementaire ; soit le maintenir hors la trilogie traditionnelle des pouvoirs. La logique de l'institué semble avoir prévalu lors de la dernière réforme statutaire du régulateur, sans complètement régler la question de sa légitimité politique.

La consécration constitutionnelle serait la meilleure garantie pour le régulateur ; elle empêcherait le politique d'être maître de son sort. Elle nécessiterait un amendement de la Constitution. À défaut, la Constitution pourrait se fonder sur ses principes généraux pour justifier le statut d'autorité indépendante du régulateur. Ainsi, en Allemagne, une interprétation assez large de l'article 88 de la loi fondamentale a permis de réconcilier l'indépendance fonctionnelle et la dépendance organique de la Bundesbank.

Hubac et Pisier (1988) choisissent de situer le régulateur dans la sphère de l'éthique. Autorité morale éclairée, le régulateur ne souffrirait ainsi pas d'un déficit de légitimité par rapport au législateur élu ou au juge. Il tirerait sa force, non pas de dire le droit positif, mais de suggérer des conduites et des comportements, de dégager des opinions communes.

Enfin, si l'organe de régulation devenait communautaire, les pouvoirs nationaux ne pourraient en contester la légitimité. Les ministres des finances allemand et britannique ont émis l'idée d'une autorité supranationale de supervision de la Bourse, des métiers de l'assurance et de la banque, sur le modèle de la Banque centrale européenne. Celle-ci gère la monnaie européenne et applique les « règles de juste conduite », à l'abri des pressions des élus. En France, la nécessaire harmonisation du régulateur avec ses homologues européens a déjà conduit à la création d'une unique autorité des marchés.

Le régulateur ne doit pas seulement être reconnu sur le plan politique et institutionnel, mais aussi comme « entrepreneur législatif » (Cuberta-fond, 1999).

La place du régulateur dans le système juridique

Une régulation efficace dans le domaine financier et boursier suppose de renoncer à une conception trop classique de l'élaboration du droit et des normes juridiques.

Traditionnellement, la jurisprudence et la doctrine assimilent le régulateur à une autorité administrative classique. Elles limitent les pratiques du régulateur à des activités de droit (de réglementation) ou de non droit (d'interprétation). Parfois, elles reconnaissent l'existence d'une fonction de régulation mais lui refusent le caractère de pouvoir. Elles considèrent alors que le régulateur édicte deux types d'actes : les recommandations, relevant de la régulation mais non

contraignantes ; les décisions, expression d'un pouvoir réglementaire classique.

Toutefois, Timsit (1997, p. 161-231) voit dans les évolutions jurisprudentielle et doctrinale récentes la possibilité de considérer la régulation comme une nouvelle forme du pouvoir normatif. Il reconnaît dans les arrêts Notre Dame de Kreisker (1954) et Crédit foncier de France (1970) un espace possible pour la fonction de régulation, entre l'interprétation et la réglementation¹². Il invoque également les conclusions du commissaire du gouvernement sur l'arrêt Labbé et Gaudin (C.E., Assemblée, 20 mai 1985) : « la recommandation a une force réellement contraignante¹³ ». Elle est obligatoire et son degré de contrainte dépend de sa précision. Le droit ne se réduit donc pas aux obligations dont le non respect est sanctionné. Les modes d'action simples, informels et non impératifs du régulateur « modifient les situations des personnes ou groupements concernés, leur ouvrent des voies d'action, peuvent être prises en compte devant des administrations ou juridictions ». Ils auraient donc bien des effets juridiques. La Cour d'appel de Paris l'a rappelé lors de l'arrêt Elyo (1998). Elle estime que l'appréciation, par la COB, du communiqué annonçant une offre publique s'apparente dans sa démarche à un contrôle, et dans son expression à « une décision administrative faisant grief » et susceptible de recours.

La faible légitimité du droit réglementaire tient également au fait qu'il ne présente pas les critères classiques de normativité (Timsit, 1997 ; voir le tableau récapitulatif ci-dessous).

La loi encadre l'activité des acteurs économiques de l'extérieur. Au contraire, le régulateur élabore les règles de bonne conduite de manière endogène ; destinataire et destinataire des normes sont confondus.

La loi est impérative et sanctionnée par la contrainte. Avec la régulation, la notion d'impérativité s'efface et laisse place à la coopération. La production comme l'application effective des normes est une œuvre collective.

La loi est générale et impersonnelle ; elle comporte les conditions de son exécution singulière. Inversement, le régulateur ajuste la norme à chaque cas. Par son pouvoir d'appréciation, il rend la norme générale appropriée aux situations singulières. Il introduit de la souplesse dans l'exercice du pouvoir normatif.

L'exécution individuelle de la loi se fait, pour préserver son impersonnalité, dans des conditions uniformes. La loi conçoit donc l'égalité comme uniformité. Autrement dit, deux situations sont égales au regard de la loi si elles remplissent les conditions légales pour leur application. Par contre, avec la régulation, l'égalité est plus universelle, différenciée, c'est-à-dire mieux adaptée à chaque individu.

Les caractères spécifiques des règles de conduite édictées par le régulateur justifieraient de les considérer comme des normes juridiques à part entière, d'un nouveau type. En ce sens, Timsit (1997) invite à sortir de la distinction classique droit/non droit et à accepter l'idée d'une gradation dans la normativité.

Tableau 1
Comparaison des normes élaborées par le législateur et le régulateur

Conception traditionnelle de la normativité	Conception originale de la normativité
Extériorité des normes. La norme est imposée de l'extérieur au groupe social.	Élaboration endogène de la norme Le groupe social élabore les normes et se les impose à lui-même.
Impérativité. La contrainte sanctionne le non respect de la norme.	Disparition de la contrainte. Les normes sont obligatoires mais non contraignantes. Leur respect est fondé sur des mécanismes de persuasion, d'incitation, de recommandation.
Généralité et impersonnalité. La loi énonce les conditions de son application. Elle précise les situations concrètes auxquelles elle s'appliquera.	Singularité et contextualisation. Le régulateur édicte des principes généraux. Il les décline ensuite <i>a posteriori</i> au cas par cas. Il invente la solution appropriée à chaque situation individuelle.
Cette spécification de la norme explique que l'égalité soit conçue comme uniformité. Les principes généraux et abstraits donnent lieu à exécution individuelle et impersonnelle.	Cette contextualisation de la norme conduit à une conception de l'égalité - universalité. Les orientations générales sont mises en œuvre de manière différenciée, contextualisée et proportionnée.

16

Ce travail visait à analyser les fondements et les limites de l'autorité du régulateur en France. Au vu de l'étude documentaire réalisée, l'autorité du régulateur semble émaner originellement de son indépendance à l'égard du système politique, puis de son intégration dans le secteur régulé. Toutefois, compte tenu de sa distanciation de l'État, le régulateur est inclassable dans le paysage institutionnel, tandis que sa trop grande proximité au marché rend le droit réglementaire étranger à la hiérarchie juridique et judiciaire. Ces obstacles compromettent la légitimité actuelle et à venir du régulateur.

Les limites de cette étude laissent ouvertes plusieurs voies de recherche. Nous soulignons le déterminisme historique et institutionnel de l'activité de régulation en France. Il rend difficile la généralisation



des résultats. Une démarche comparative compléterait utilement notre approche. Elle permettrait également de savoir si la France, par son mode de régulation du gouvernement d'entreprise, constitue un modèle. La longévité de l'autorité de régulation, le consensus dont elle fait l'objet et son bilan plaident en ce sens. Reste à déterminer l'originalité de la formule. Si elle était avérée, elle conforterait la légitimité interne mais aussi externe du régulateur... à un moment où les États-Unis arguent de l'extraterritorialité de la loi Sarbanes-Oxley pour imposer leur modèle de gouvernement d'entreprise en Europe.

NOTES

1. Cette étude a débuté avant que la Commission des opérations de Bourse et le Conseil des marchés financiers ne fusionnent en une Autorité des marchés financiers. Pour cette raison et compte tenu également de la perspective historique retenue, l'action de la COB est au cœur de l'analyse. Toutefois, le cas échéant, les modifications intervenues suite à la réforme statutaire et de nature à changer les conclusions sont commentées.
2. « Il est défendu aux juges de se prononcer par voie de dispositions générales et réglementaires sur les causes qui leur sont soumises » (article 5 du Code civil).
3. Cette composition plurielle concernait déjà la COB et a été conservée pour l'AMF.
4. Le régime d'indemnisation des actionnaires des sociétés nationalisées en 1982 a donné lieu à des controverses parlementaires et politiques houleuses. À ce sujet, le lecteur intéressé pourra utilement consulter le mémoire de Pierre Lanoë sur « Les débats parlementaires et le projet de loi de nationalisation de 1981 et 1952 » référencé dans la bibliographie.
5. Le régulateur défend aussi indirectement les intérêts de l'État dont la souveraineté est renforcée par la performance de la place (Arnaud et Xue-Bacquet, 1999, p. 437).
6. Ripert, 1955, p. 79.
7. « Les instances de régulation et la Constitution », *Revue du droit public*, février 1990, p. 160-161.
8. La loi sur la sécurité financière maintient la double incrimination pénale et administrative en matière d'opérations d'initiés. Mais elle redéfinit les responsabilités respectives du juge et du régulateur.
9. Conseil constitutionnel, 10 et 11 octobre 1984, note Bienvenu, AJDA, 1984, p. 684.
10. Contrairement à la COB, l'AMF est dotée de la personnalité morale de droit public, comme la Banque de France.
11. Déc. 84-173 DC du 26 juillet 1984, R.63 ; Déc. 86-210 DC du 29 juillet 1986 ; Déc. 86-217 du 18 septembre 1986 ; Déc. 86-224 DC du 25 janvier 1987.
12. CE, Ass., 29-1-1954, Institution Notre-Dame du Kreisker, R. 64 ; revue pratique de droit administratif, 1954, 50, concl. Tricot et CE, section 11-12-1970, Crédit foncier de France c/ Demoiselle Gaupillat et Dame Ader, concl. Bertrand, R. 750 ; GAJA, 10e éd., p. 637.
13. *Revue française de droit administratif*, 1985, p. 554-565.

BIBLIOGRAPHIE

- ARNAUD A.-J. (1998), « La régulation par le droit en contexte globalisé », in J. Commaille et B. Jobert (dir.), *Les métamorphoses de la régulation juridique*. LGDJ, Paris, p. 147-176.
- ARNAUD A.-J., XUE-BACQUET B. (1999), « Le droit des marchés financiers », dans *L'Année sociologique*, vol. 49, n° 2, PUF, Paris, p. 427-456.
- BESSIRE D. (2003), « Gouvernement d'entreprise : que cache le discours sur la transparence ? », colloque Gouvernement d'entreprise et nouvelle économie, Mons.
- BOY L. (1998), « Normes », *Revue internationale de droit économique*, n° 2, p. 115.
- BRAUDEL F., LABROUSSE E. (1982), *Histoire économique et sociale de la France*, tome IV, vol. 3. 1950-1980, 2^{ème} édition, PUF, Paris.
- CHEVALLIER J. (1986), « Réflexion sur l'institution des autorités administratives indépendantes », *JCP*, I.3254, n° 20.
- CROZIER M. (1971), *Le phénomène bureaucratique*. Le Seuil.
- CUBERTAFOND B. (1999), *La création du droit*. Ellipses.
- DECOOPMAN N. (1980), *La Commission des opérations de Bourse et le droit des sociétés*. Economica, Paris.
- DESSERTINE P. (1997), « La commission de contrôle des marchés dans la normalisation comptable : comparaison entre la COB et la SEC », *Comptabilité Contrôle Audit*, vol. 3, n° 1, p. 69-87.
- DONNEDIEU DE VABRES J. (1980), « La COB, une administration de mission », *Revue administrative*, mai-juin.
- FRISON-ROCHE M.-A. (1999a), « Les modes de régulation juridique propres aux autorités de marchés financiers », cours photocopié, Laboratoire de sociologie juridique Paris II, 117 pages.
- FRISON-ROCHE M.-A. (1999b), « Esquisse d'une sociologie du droit boursier », dans *L'Année sociologique*, vol. 49, n° 2, PUF, Paris, p. 457-494.
- GUYON Y. (1986), *Droit des affaires*, 4^{ème} édition. Economica, Paris.
- HAYEK F.A. (1979), *Droit, législation et liberté*, tome 3. PUF, traduction, 1983.
- HUBAC S., PISIER E. (1988), « Les autorités face aux pouvoirs », in C.-A. Colliard et G. Timsit (dir.), *Les autorités administratives indépendantes*. PUF, les voies du droit, p. 117-131.
- LABEGORRE F. (2003), « L'environnement informationnel des introductions en Bourse », thèse de doctorat, Université Paris XII, Créteil.
- LABEGORRE F., BOUBAKER S. (2005), « Publication volontaire de prévisions et rentabilités initiales : le cas des admissions à la cote du Second marché (1994-2000) », *Banque & Marchés*, juillet-août, p. 35-46.
- LANOË P. (2005), « Les débats parlementaires et le projet de loi de nationalisation de 1981 et 1952 », mémoire de fin d'études, Institut d'études politiques de Rennes.
- MICHAÏLESKO C. (1999), « Une étude empirique des déterminants de la qualité de l'information diffusée par les entreprises françaises au cours de la période 1991-1995 », *Comptabilité Contrôle Audit*, vol. 5-1, p. 83-108.
- MODERNE F. (1988), « Les modèles étrangers : étude comparée », in C.-A. Colliard et G. Timsit (dir.), *Les autorités administratives indépendantes*. PUF, les voies du droit, p. 186-222
- MOURGUES N. (2002), « Une lecture sélective des travaux de Granovetter. Intersections et disjonctions avec des recherches en finance », in Isabelle Huault (dir.), *La construction sociale de l'entreprise*. EMS, p. 179-206.
- PICARD E. (1984), *La notion de police administrative*. LGDJ, t. 2.
- RIPERT G. (1955), *Les forces créatrices du droit*. LGDJ, Paris.
- ROBERT M.-C., VIANDIER A. (1983), « La surveillance des placements et des marchés » (L. 3 janvier 1983), *JCP*, éd. E, II, 14166.
- SABOURIN P. (1983), « Les autorités administratives indépendantes », *AJDA*, p. 275.
- TEITGEN-COLLY C. (1990), « Les instances de régulation et la Constitution », *Revue du droit public*, p. 160-161.
- TERRE D. (1999), « Droit et Marché », dans *L'Année sociologique*, vol. 49, n° 2, PUF, Paris, p. 381-405.



TEUBNER G. (1996), *Le droit réflexif*. LGDJ, Paris.

TIMSIT G. (1997), *La régulation : naissance d'une notion, dans L'archipel de la norme*. PUF, les voies du droit, p. 161-231.

TIMSIT G. (1993), *Les figures du jugement*. PUF, Les voies du droit.

TUNC A. (1982), *La lutte contre les opérations d'initiés, neuf ans d'expérience*. ŸÉtudes R. Rodière, Dalloz, p. 335.

TURRILLO B. (2002), « Les processus de normalisation comptable : de la hiérarchie au marché? », in Michèle Saboly et Ludovic Cailluet (dir.), *Marché(s) et Hiérarchie(s)*, Presses de l'Université des sciences sociales de Toulouse 1, p. 511-528.

WILLIAMSON O. (1975), *Markets and Hierarchies*. New York, Free Press.

